

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	327.00 元
目標價	
3 個月	356.00 元
12 個月	356.00 元

研華 (2395 TT)

Trading Buy

近期報告日期、評等及前日股價

08/01/2024 Neutral 346.50

2025~2026 年營收恢復成長動能，故調升至 Trading Buy

投資建議：整體 B/B Ratio 逐步回溫，且客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，故公司樂觀看待 2025~2026 年的成長性，故調升評等至 Trading Buy，目標價 356 元，是以 2025 年 PER 28x 來評價。

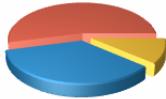
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	8,604
市值(億元)	2,814
目前每股淨值(元)	56.37
外資持股比(%)	39.35
投信持股比(%)	0.93
董監持股比(%)	29.33
融資餘額(張)	653
現金股息配發率(%)	74.69

3Q24 營收符合展望，B/B Ratio 持續回升，台灣市場表現較佳，

主要是半導體設備相關專案貢獻：研華 3Q24 營收符合公司展望。毛利率為 41.30%，優於公司給的區間 39.0~41.0%，主要是因為降低材料成本和產品組合優化。以區域別來看，北美和歐洲因為需求下滑而有訂單遞延的現象，YOY 呈現高個位數下滑。中國則有逐漸復甦的狀況，YOY 呈現個位數下滑。台灣和韓國則有 YOY 雙位數成長，主要是因為半導體設備相關專案有強勁的需求。

產品組合



- 嵌入式板卡及系統:54.00%
- 產業電腦及工業控制:35.00%
- 售後服務及其他:11.00%

4Q24 展望符合預期，公司樂觀看待 2025~2026 年：展望 4Q24

和 2025 年，研華給出 4Q24 的營收展望，約台幣營收 152~159 億元，QOQ +1.8%~+6%，YOY -3.4%~+0.9%，符合市場預期。公司表示北美有許多專案在進行中，加上目前客戶的庫存水位偏低，故看好北美 2025~2026 年的成長性。歐洲區 2025 年會比 2024 年好，不過要等到 2H25 復甦力道才會較顯著。Edge AI 相關營收 2024 年約佔營收的 4%，預估 2025~2026 年會佔營收達 15~20%，主要是有看到各事業群的產品線都非常積極導入 AI 相關技術。以區域別來看，4Q24 北美預估 YOY 會有個位數成長，其中半導體和能源的需求強勁，軌道交通、醫療設備和影音串流則成長趨緩。中國預估 YOY 同樣為個位數成長，其中能源、工業自動化、半導體和軌道交通接單增加，不過半導體和醫療設備則呈現下滑。歐洲同樣為個位數成長，其中以軌道交通和工業機械設備表現較佳。台灣和韓國的半導體設備相關專案需求維持強勁。日本的醫療設備則有復甦跡象。預估研華 2024 年營收為 591.79 億元，YOY -8.35%，稅後 EPS 10.36 元。預估研華 2025 年營收為 668.50 億元，YOY +12.96%，稅後 EPS 12.76 元。

股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	64,568	59,179	66,850	15,006	15,138	13,879	14,644	14,950	15,706	15,210	16,132	17,635
營業毛利淨額	26,162	24,036	27,544	6,017	6,220	5,548	5,931	6,173	6,384	6,180	6,711	7,191
營業利益	12,128	9,130	11,464	2,506	2,691	1,917	2,166	2,452	2,594	2,350	2,771	3,081
稅後純益	10,838	8,911	10,980	2,583	2,291	1,993	2,113	2,258	2,547	2,322	2,602	2,946
稅後 EPS(元)	12.60	10.36	12.76	3.00	2.66	2.32	2.46	2.62	2.96	2.70	3.02	3.42
毛利率(%)	40.52%	40.62%	41.20%	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.63%	41.60%	40.78%
營業利益率(%)	18.78%	15.43%	17.15%	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	16.52%	15.45%	17.18%	17.47%
稅後純益率(%)	16.78%	15.06%	16.42%	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.22%	15.26%	16.13%	16.71%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-6.08%	-8.35%	12.96%	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	5.06%	-3.16%	6.06%	9.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	0.75%	-17.77%	23.21%	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	12.83%	-8.86%	12.08%	13.22%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 86.04 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

研華ESG願景：永續地球的智能推手



公司簡介：

研華(2395 TT)成立於1981年，總部位於台北市內湖區，是一家工業電腦廠。根據研調機構 OMDIA 的資料顯示，2023 年研華全球市佔率達 42.5%，持續站穩龍頭。

公司目前分為六大部門，1.工業物聯網事業群(IIoT)：專注於工業物聯網領域；2.嵌入式物聯網平台事業群(EIoT)：包含嵌入式板卡、系統及周邊的硬體和軟體；3.應用電腦事業群(ACG)：包括網通系統平台、資料擷取與控制及結合智慧運用；4.產業雲暨影像科技事業群(ICVG)：負責雲物聯相關市場，專注於影像串流，企業網路、通訊和雲平台應用領域等產品；5.服務物聯網事業群(SIoT)：包含智慧物流、智慧醫療及智能零售等服務；6.綜合服務事業及其他(AS+ and Others)：全球維修、技術支援及售後加值型服務都歸類在此部門。3Q24 IIoT 佔 31.1%、EIoT 佔 25.3%、ACG 佔 15.2%、ICVG 佔 9.0%、SIoT 佔 7.7%、AS+ and Others 佔 11.7%。1Q~3Q24 毛利率的部分 IIoT 為 50~55%、EIoT 為 35~40%、ACG 為 30~35%、ICVG 佔 40~45%、SIoT 佔 45~50%、AS+ and Others 佔 25~30%。3Q24 銷售區域的部分，北美佔 31.7%、歐洲佔 17.3%、中國佔 22.5%、北亞佔 10.6%、台灣佔 6.7%、其他亞洲及新興市場佔 8.6%、其他區域佔 2.6%。

3Q24 營收符合展望，B/B Ratio 持續回升，台灣市場表現較佳，主要是半導體設備相關專案貢獻：

研華 3Q24 營收為 149.50 億元，QOQ +2.09%，YOY -0.38%，以美元兌台幣 32.5 來計算，公司 3Q24 營收展望介於 146~152 億元，故這次 3Q24 的營收符合公司展望。毛利率為 41.30%，優於公司給的區間 39.0~41.0%，主要是因為降低材料成本和產品組合優化。營益率為 16.40%，亦優於公司給的區間 14.0~16.0%。業外收入為 2.91 億元，較 2Q24 的 4.67 億元及 3Q23 的 5.82

2024 年 11 月 7 日

億元明顯減少，主要是因為匯率的影響。稅後純益為 22.58 億元，QOQ +6.82%，YOY -12.61%；稅後 EPS 2.62 元，符合預期。3Q24 B/B Ratio 為 1.07，北美、歐洲和中國分別為 1.11、1.16 和 1.01，其中北美和歐洲訂單量 QOQ 分別為+16%和+23%，中國訂單量 QOQ 為+7%。

3Q24 以區域別來看，北美和歐洲因為需求下滑而有訂單遞延的現象，YOY 呈現高個位數下滑。中國則有逐漸復甦的狀況，YOY 呈現個位數下滑。台灣和韓國則有 YOY 雙位數成長，主要是因為半導體設備相關專案有強勁的需求。

4Q24 展望符合預期，公司樂觀看待 2025~2026 年：

展望 4Q24 和 2025 年，研華給出 4Q24 的營收展望，基於美元兌台幣 31.7 的假設，3Q24 營收介於 4.8~5.0 億美元之間，約台幣營收 152~159 億元，QOQ +1.8%~+6%，YOY -3.4%~+0.9%，符合市場預期。毛利率介於 39~41%，營益率介於 14.5~16.5%，且公司表示 10/2024 的 B/B Ratio 為 1.08 高於 3Q24 的 1.07，11/2024 狀況也不錯，而 2025 年的展望則要等到 02/2025 的法說會才會公布。不過公司表示北美有許多專案在進行中，加上目前客戶的庫存水位偏低，故看好北美 2025~2026 年的成長性。歐洲區 2025 年會比 2024 年好，不過要等到 2H25 復甦力道才會較顯著。

Edge AI 相關營收 2024 年約佔營收的 4%，預估 2025~2026 年會佔營收達 15~20%，主要是有看到各事業群的產品線都非常積極導入 AI 相關技術。

以區域別來看，4Q24 北美預估 YOY 會有個位數成長，其中半導體和能源的需求強勁，軌道交通、醫療設備和影音串流則成長趨緩。中國預估 YOY 同樣為個位數成長，其中能源、工業自動化、半導體和軌道交通接單增加，不過半導體和醫療設備則呈現下滑。歐洲同樣為個位數成長，其中以軌道交通和工業機械設備表現較佳。台灣和韓國的半導體設備相關專案需求維持強勁。日本的醫療設備則有復甦跡象。

研華於 04/26/2024 宣布併購法國 POS 及 KIOSK 品牌公司 Aures，並於 10/04/2024 宣布已經完成第一階段的股權收購，透過向 Aures 大股東收購及公開收購 Aures 股票共 143 萬股，並認購一筆 Aures 新發行可轉債共 250 萬歐元，預計實際貢獻會落在 2025 年，公司評估 2026 年 Aures 營收會來到 1,800 萬美元，佔整體營收低於 5%，雖然毛利率和營益率低於公司平均，但因為營收規模不大，影響相對有限。

綜合以上，預估研華 2024 年營收為 591.79 億元，YOY -8.35%；稅後純益為 89.11 億元，YOY -17.77%；稅後 EPS 10.36 元。預估研華 2025 年營收為 668.50 億元，YOY +12.96%；稅後純益為 109.80 億元，YOY +23.21%；稅後 EPS 12.76 元。

投資建議：

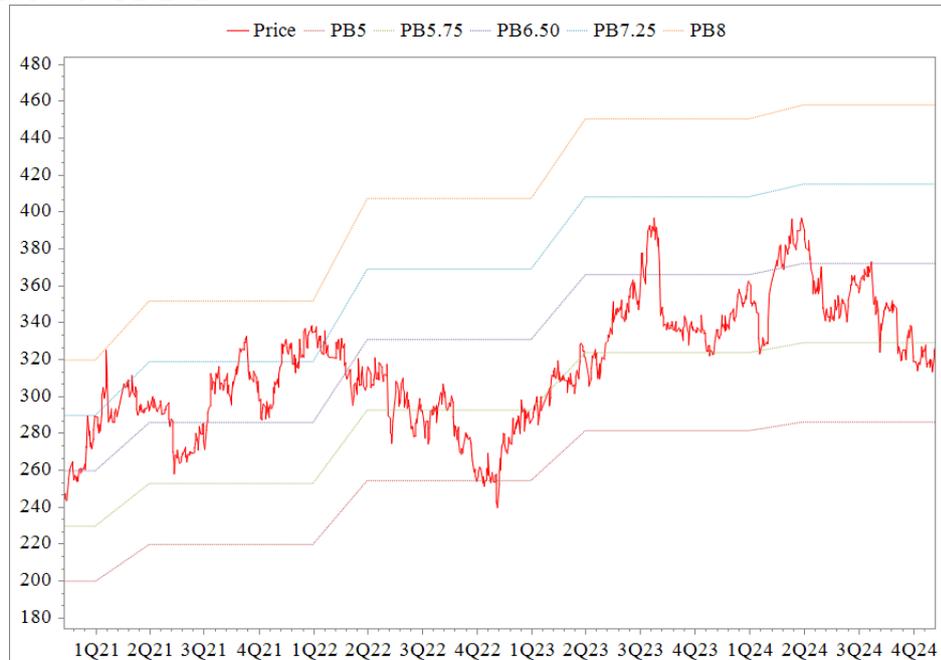
整體 B/B Ratio 逐步回溫，且客戶端庫存水位也偏低，進行中的專案也不少，故公司樂觀看待 2025~2026 年的成長性，故調升評等至 Trading Buy，目標價 356 元，是以 2025 年 PER 28x 來評價。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	57,828	66,385	69,056	70,147	75,985
流動資產	35,121	41,747	41,386	34,809	44,774
現金及約當現金	9,301	12,030	11,012	9,648	12,140
應收帳款與票據	10,292	11,109	9,271	9,408	11,693
存貨	12,517	14,008	9,804	8,489	13,048
採權益法之投資	3,857	4,383	4,705	6,978	5,857
不動產、廠房設備	10,247	11,039	11,326	11,094	10,861
負債總計	19,465	22,101	20,247	20,566	22,095
流動負債	16,504	18,481	16,027	13,480	16,583
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	6,003	7,521
非流動負債	2,962	3,620	4,220	7,172	4,079
權益總計	38,363	44,284	48,810	49,580	53,890
普通股股本	7,738	7,778	8,578	8,578	8,578
保留盈餘	22,275	26,858	29,230	30,000	34,310
母公司業主權益	37,853	43,815	48,461	49,268	53,608
負債及權益總計	57,828	66,385	69,056	70,147	75,985

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	58,622	68,745	64,568	59,179	66,850
營業成本	36,490	42,632	38,406	35,142	39,306
營業毛利淨額	22,132	26,113	26,162	24,036	27,544
營業費用	12,331	13,581	14,034	14,906	16,080
營業利益	9,800	12,532	12,128	9,130	11,464
EBITDA	11,340	14,483	14,123	12,695	12,695
業外收入及支出	427	867	863	1,703	1,866
稅前純益	10,255	13,443	13,267	10,833	13,330
所得稅	1,948	2,700	2,477	1,958	2,382
稅後純益	8,250	10,757	10,838	8,911	10,980
稅後 EPS(元)	9.59	12.50	12.60	10.36	12.76
完全稀釋 EPS**	9.59	12.50	12.60	10.36	12.76

註1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註2：稅後 EPS 以股本 86.04【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 86.04 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	14.68%	17.27%	-6.08%	-8.35%	12.96%
營業毛利淨額	8.51%	17.99%	0.19%	-8.12%	14.59%
營業利益	8.45%	27.87%	-3.22%	-24.72%	25.56%
稅後純益	13.83%	30.39%	0.75%	-17.77%	23.21%

獲利能力分析(%)

毛利率	37.75%	37.99%	40.52%	40.62%	41.20%
EBITDA(%)	19.34%	21.07%	21.87%	21.45%	18.99%
營益率	16.72%	18.23%	18.78%	15.43%	17.15%
稅後純益率	14.07%	15.65%	16.78%	15.06%	16.42%
總資產報酬率	14.27%	16.20%	15.69%	12.70%	14.45%
股東權益報酬率	21.51%	24.29%	22.20%	17.97%	20.37%

償債能力檢視

負債比率(%)	33.66%	33.29%	29.32%	29.32%	29.08%
負債/淨值比(%)	50.74%	49.91%	41.48%	41.48%	41.00%
流動比率(%)	212.81%	225.90%	258.23%	258.23%	270.00%

其他比率分析

存貨天數	101.68	113.55	113.15	95.00	100.00
應收帳款天數	59.38	56.81	57.60	57.60	57.60

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	10,674	9,731	9,665	14,563	10,002
稅前純益	10,255	13,443	13,267	10,833	13,330
折舊及攤銷	1,097	1,057	1,086	1,064	1,042
營運資金變動	-3,055	-2,668	5,004	1,092	-5,325
其他營運現金	2,377	-2,101	-9,692	1,574	955
投資活動現金	-2,818	-2,240	-2,573	-8,111	288
資本支出淨額	-901	-1,344	-1,233	-1,000	-1,000
長期投資變動	-1,878	-941	-1,485	-1,485	-1,485
其他投資現金	-39	45	146	-5,626	2,774
籌資活動現金	-5,564	-5,649	-8,064	-7,815	-7,798
長借/公司債變動	0	122	0	2,951	-3,092
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-5,481	-6,196	-7,780	-8,104	-6,639
其他籌資現金	-83	426	-284	-2,663	1,933
淨現金流量	1,804	2,729	-1,018	-1,364	2,492
期初現金	7,497	9,301	12,030	11,012	9,648
期末現金	9,301	12,030	11,012	9,648	12,140

資料來源：CMoney、群益

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	17,028	15,006	15,138	13,879	14,644	14,950	15,706	15,210	16,132	17,635	17,872	17,458
營業成本	10,014	8,990	8,918	8,332	8,713	8,776	9,322	9,030	9,421	10,444	10,411	10,367
營業毛利淨額	7,014	6,017	6,220	5,548	5,931	6,173	6,384	6,180	6,711	7,191	7,461	7,091
營業費用	3,585	3,511	3,529	3,630	3,765	3,721	3,790	3,830	3,940	4,110	4,200	4,300
營業利益	3,430	2,506	2,691	1,917	2,166	2,452	2,594	2,350	2,771	3,081	3,261	2,791
業外收入及支出	339	582	38	479	467	291	467	467	467	467	467	467
稅前純益	3,769	3,088	2,730	2,397	2,633	2,743	3,061	2,817	3,238	3,548	3,728	3,257
所得稅	763	531	458	428	523	493	514	503	644	610	625	581
稅後純益	3,004	2,583	2,291	1,993	2,113	2,258	2,547	2,322	2,602	2,946	3,110	2,684
最新股本	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604	8,604
稅後EPS(元)	3.49	3.00	2.66	2.32	2.46	2.62	2.96	2.70	3.02	3.42	3.61	3.12
獲利能力(%)												
毛利率(%)	41.19%	40.09%	41.09%	39.97%	40.50%	41.30%	40.65%	40.63%	41.60%	40.78%	41.75%	40.62%
營業利益率(%)	20.14%	16.70%	17.78%	13.82%	14.79%	16.40%	16.52%	15.45%	17.18%	17.47%	18.25%	15.99%
稅後純益率(%)	17.64%	17.21%	15.13%	14.36%	14.43%	15.10%	16.22%	15.26%	16.13%	16.71%	17.40%	15.37%
QoQ(%)												
營業收入淨額	-2.11%	-11.87%	0.87%	-8.31%	5.51%	2.09%	5.06%	-3.16%	6.06%	9.32%	1.34%	-2.32%
營業利益	-2.05%	-26.94%	7.41%	-28.75%	12.97%	13.20%	5.79%	-9.41%	17.93%	11.19%	5.83%	-14.42%
稅前純益	2.42%	-18.07%	-11.61%	-12.20%	9.86%	4.18%	11.60%	-7.98%	14.96%	9.58%	5.06%	-12.62%
稅後純益	1.53%	-14.02%	-11.32%	-13.00%	6.04%	6.82%	12.83%	-8.86%	12.08%	13.22%	5.57%	-13.71%
YoY(%)												
營業收入淨額	1.21%	-19.38%	-11.92%	-20.21%	-14.00%	-0.38%	3.76%	9.59%	10.17%	17.97%	13.79%	14.78%
營業利益	10.37%	-25.83%	-11.22%	-45.24%	-36.84%	-2.13%	-3.61%	22.56%	27.94%	25.66%	25.71%	18.76%
稅前純益	20.12%	-22.15%	-13.86%	-34.88%	-30.15%	-11.18%	12.14%	17.53%	22.99%	29.36%	21.79%	15.65%
稅後純益	22.24%	-18.88%	-9.91%	-32.65%	-29.65%	-12.61%	11.19%	16.48%	23.11%	30.50%	22.09%	15.60%

註1：稅後EPS以股本86.04億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。